

南京新街口百货商店股份有限公司拟收购三
胞国际医疗有限公司股权项目
估 值 报 告

中联评估字[2016]第 1932 号

中联资产评估集团有限公司

二〇一六年十一月

目 录

第一部分	估值报告声明	1
第二部分	估值技术思路	3
一、	估值目的	3
二、	估值方法的选择	3
三、	估值基本假设	4
第三部分	估值对象经营情况分析	7
一、	估值对象经营情况概述	7
二、	估值对象经营概况	11
第四部分	收益法估值分析	21
第五部分	可比案例法估值分析	38
第六部分	估值结论及其分析	43
一、	估值结论的选取	43
二、	估值结论分析	44
三、	特别风险提示	47

第一部分 估值报告声明

因南京新街口百货商店股份有限公司拟收购三胞国际医疗有限公司股权之经济行为，中联资产评估集团有限公司接受南京新街口百货商店股份有限公司的委托，在由估值对象产权持有者及管理层提供的企业未来经营发展规划基础上，按照通行的估值方法，对所涉及的三胞国际医疗有限公司的股东全部权益在估值基准日 2016 年 9 月 30 日的投资价值进行了估值。

估值对象产权持有者及管理层按照企业经营情况、未来发展规划和对未来发展趋势的判断，编制并提交盈利预测及相关资料。保证企业经营的合法、合规及所提供相关资料的真实性、准确性、完整性，是其应承担的责任。

我们的工作是对估值对象产权持有者及管理层提交的盈利预测所涉及的相关重大方面的预测逻辑和计算过程进行核查，并采用通行的估值模型进行估算。我们在估值过程中主要执行了询问、检查、分析和重新计算等核查程序，同时，还选取上市公司并购案例中类似的标的企业估值情况进行了比较分析。

我们出具的估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的限制，估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

本报告未对估值对象及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对估值对象未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。本报告不构成对估值对象未来实际盈利情况的预测。

本报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人，也不得见诸于公开媒体；任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

第二部分 估值技术思路

一、估值目的

本次估值的目的是反映三胞国际医疗有限公司于估值基准日的投资价值，为南京新街口百货商店股份有限公司拟收购三胞国际医疗有限公司股权项目提供价值参考依据。

本项目的估值基准日是 2016 年 9 月 30 日。此基准日是委托方确定的。

二、估值方法的选择

企业整体估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理估计企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的思路。

考虑到此次估值的目的是为股权收购，且估值对象主要从事的养老服务行业其市场价值体现在长期从事相关服务所积累的技术能力、运营服务能力、品牌影响力和客户资源等，因此基于账面价值的资产基础法的参考意义不大，本次不采用资产基础法进行估值。

本次估值目的是反映三胞国际医疗有限公司于估值基准日的整体

价值，在本次估值假设前提下，依据本次估值目的，采用收益法和市场法进行估值。

三、估值基本假设

本次估值基于估值对象产权持有者及管理层提交的盈利预测，该预测遵循了以下假设：

（一）一般假设

1、交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2、公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3、资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据待估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。

（二）特殊假设

1、估值对象经营所遵循的国家及地方现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大不利变化，估值对象所处行业的监管体制和政策不发生重大不利变化；国家地区的政治、经济、社会环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大不利变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响；

2、估值对象未来以色列本国业务的开展和市场开拓、Natali(中国)借鉴并引进Natali在以色列领先的医护经验、整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划、业务布局能够按照预计的方式和时间实施，覆盖的用户规模按照预期增加；

3、目前国内养老产业的发展尚处于初期，养老产业政策有待完善，社会相关配套资源尚显缺乏，产业发展仍面临不确定性。未来产业政策的完善实施、行业内的竞争格局变化、相关配套资源的丰富能够按照满足产权持有者及管理层规划的经营战略，可以保证估值对象的商业计划按照预期实施。

4、估值对象在未来经营期内的管理层尽职，并按照估值对象产权持有者及管理层规划的商业计划目标持续经营。未来预测期内的业务规模、构成以及销售策略和成本控制等按照产权持有者及管理层规划的情况如期进行；

5、估值对象未来的生产经营场所、开展业务所需的相关生产设备、人力资源、上下游配套服务的取得及利用方式按照产权持有者及管理层规划的方式实施；

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

第三部分 估值对象经营情况分析

一、估值对象经营情况概述

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali、A.S. Nursing 和 Natali（中国）。三胞国际主要通过旗下子公司提供养老、护理和健康管理等相关服务。

估值对象历史经营与财务状况简介如下：

（一）三胞国际历史沿革情况

1、2014 年 4 月，三胞国际设立

2014 年 4 月，三胞集团全资注册设立 Sanpower International Healthcare Group Limited(以下简称“三胞国际”)，公司注册于英属维尔京群岛。注册资本 50,000 美元，并于 2014 年 4 月 23 日获得英属维尔京群岛公司登记部门颁发的公司登记证书，公司编号 1821110。

2、2015 年 11 月，第一次股权转让

2015 年 11 月 20 日，三胞集团将其持有的 17.2%股权转让给常州明塔。本次股权变动完成后，三胞国际的股权结构如下：

股东姓名	出资额（美元）	出资方式	出资比例
三胞集团	41,400.00	货币	82.80%
常州明塔	8,600.00	货币	17.20%
合计	50,000.00		100.00%

3、2015 年 12 月，第一次增资

2015 年 12 月，赛领辅仁、力鼎资本、农银基金、赛领并购、东吴创投、衡丹创投分别认缴三胞国际新增出资额 4,688 美元、3,125 美元、1,563 美元、1,563 美元、781 美元、781 美元。本次增资完成后，三胞国际的股权结构如下：

股东姓名	出资额（美元）	出资方式	出资比例
三胞集团	41,400	货币	66.24%
常州明塔	8,600	货币	13.76%
赛领辅仁	4,688	货币	7.50%
力鼎资本	3,125	货币	5.00%
农银基金	1,563	货币	2.50%
赛领并购	1,563	货币	2.50%
东吴创投	781	货币	1.25%
衡丹创投	781	货币	1.25%
合计	62,501		100.00%

(二) 主要财务状况

1、主要资产负债状况

截止 2016 年 9 月 30 日，根据审计后的资产负债表，估值对象账面资产总额 93,933.78 万元、负债 46,044.91 万元、净资产 47,888.87 万元。具体包括流动资产 23,650.57 万元；非流动资产 70,283.21 万元；流动负债 20,076.78 万元，非流动负债 46,044.91 万元；归属于母公司所有者权益合计 46,554.99 万元，少数股东权益 1,333.88 万元。

两年一期资产负债情况

单位：万元

项目名称	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 9 月 30 日
流动资产合计	9,019.01	22,957.75	23,650.57
非流动资产合计	41,650.57	44,968.46	70,283.21

项目名称	2014年12月31日	2015年12月31日	2016年9月30日
资产总计	50,669.59	67,926.21	93,933.78
流动负债合计	34,119.44	11,376.08	20,076.78
非流动负债合计	17,769.94	15,559.02	25,968.13
负债合计	51,889.37	26,935.10	46,044.91
股东权益合计	-1,219.79	40,991.11	47,888.87
归属于母公司所有者权益合计	-1,446.11	39,688.42	46,554.99
少数股东权益	226.33	1,302.69	1,333.88

2、主要经营状况

估值对象近两年一期的收入成本以及利润情况见下表。

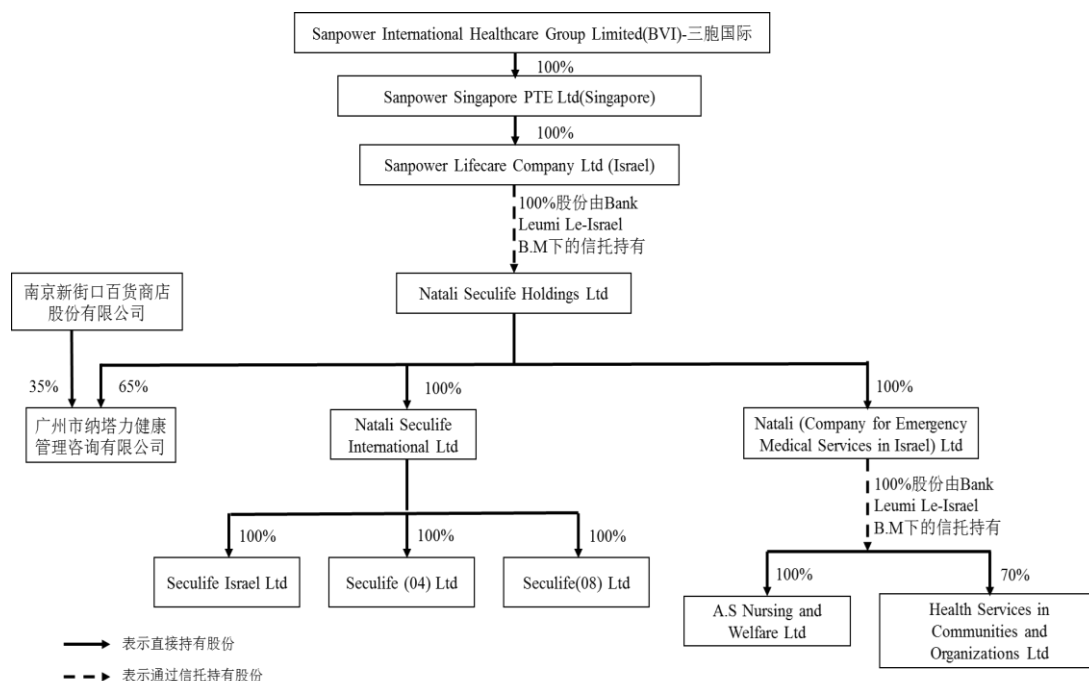
两年一期营业收入及利润情况

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年1-9月
一、营业收入	3,073.74	25,850.87	45,270.17
二、营业利润	-1,056.39	3,432.12	6,129.44
三、利润总额	-1,056.39	3,429.56	6,137.35
四、净利润	-920.93	2,165.52	4,553.34
归属于母公司所有者的净利润	-931.09	2,093.19	4,447.41
少数股东损益	10.16	72.33	105.92

(三) 三胞国际子公司情况

三胞国际各子公司股权结构如下（不含处于待注销状态公司）：



上述公司中实际开展经营业务的公司为 Natali、A.S. Nursing 和广州市纳塔力健康管理咨询有限公司(以下简称“Natali (中国)”)。

Natali (中国) 目前业务尚处于起步阶段, 账面资产和损益规模均相对较小, Natali、A.S. Nursing 的基本情况分别如下:

1) Natali

2008 年至 2014 年 11 月, Natali 的控股股东均为 S.H Sky Investments (S.K.L.P.) L.P, 持股比例一直在 49%-60%之间。2014 年 11 月, Natali 被 Sanpower Lifecare 收购, 控制权发生变化。该公司最近两年一期的财务数据情况详见下表:

两年一期资产负债情况

单位: 万元

项目名称	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 9 月 30 日
流动资产合计	5,055.78	7,882.95	6,323.26
非流动资产合计	13,266.97	14,933.12	38,493.82
资产总计	18,322.75	22,816.07	44,817.08
流动负债合计	6,466.65	9,425.79	11,485.57
非流动负债合计	1,748.15	1,793.52	11,189.23
负债合计	8,214.80	11,219.30	22,674.80
股东权益合计	10,107.95	11,596.77	22,142.28

两年一期营业收入及利润情况

单位: 万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
一、营业收入	24,484.99	25,850.87	20,925.18
二、营业利润	3,152.46	4,794.91	3,947.52
三、利润总额	3,152.46	4,792.35	3,955.47
四、净利润	2,096.72	3,528.31	3,015.94

2) A.S. Nursing

1989 年 1 月 26 日, 公司设立, 公司设立时名称为 A.S. Family Services – Nursing Ltd, 注册号为 51-136053-9。2016 年 3 月, A.S. Nursing 被

Natali Emergency Services 收购， Natali Emergency Services 系三胞国际的间接全资子公司。2016 年 3 月 22 日，Natali Emergency Services 将其持有的 A.S. Nursing 的 100%股份转让给 Bank Leumi Trust Company Ltd. 该公司最近两年一期的财务数据情况详见下表：

两年一期资产负债情况

单位：万元

项目名称	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日	2016 年 9 月 30 日
流动资产合计	10,622.75	8,372.65	9,724.28
非流动资产合计	1,020.20	910.39	932.97
资产总计	11,642.95	9,283.04	10,657.25
流动负债合计	3,931.02	5,037.44	5,963.75
非流动负债合计	2,693.90	1,830.12	1,826.78
负债合计	6,624.92	6,867.56	7,790.53
股东权益合计	5,018.03	2,415.47	2,866.72

两年一期营业收入及利润情况

单位：万元

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
一、营业收入	35,971.49	39,751.35	33,634.41
二、营业利润	1,985.02	1,833.45	2,859.93
三、利润总额	1,984.84	1,837.03	2,859.93
四、净利润	1,456.02	1,282.05	2,133.84

二、估值对象经营概况

1、 以色列养老业务-Natali

Natali 是以色列领先的提供远程医疗、紧急救助及团体健康服务的服务商，成立于 1998 年，是以色列最大的民营医疗护理服务公司之一。Natali 根据以往的丰富经验建立了独特的运营体系和商业模式，保证 Natali 用有限的资源提供多样化的服务。

Natali 目前依托五大运营平台，为以色列家庭或机构提供远程医疗

和远程照护、紧急按钮和家庭护理、团体健康服务及居家养老等四类医疗健康服务。报告期内，Natali 的服务内容没有发生重大变化。

Natali 五大运营平台包括：医疗呼叫中心、紧急呼叫中心、专业医生团队、急救车团队、客户服务中心。与国内救护车资源政府管制不同，Natali 在以色列拥有自己的重装急救车团队，能够帮助客户实现第一时间的紧急救助。医疗呼叫中心和紧急呼叫中心为紧急救助业务提供强有力的支持，同时专业医生团队使得远程医疗得以实现。

四大类服务中以远程医疗和紧急救助服务为基础，团体健康服务业务主要服务政府客户，在此基础上拓展高端定制居家养老服务（Aging in place），结合智能看护（Smart care）系统将医疗数据与行为数据紧密结合，提供综合性居家养老健康管理服务。

（1）远程医疗和远程照护

“远程医疗和远程照护”是指向心脏病患者和年长者提供的远程医疗（Tele-Medicine）和重症护理服务（Intensive Care Services），比如心脏全天候监控和咨询服务。

公司医疗呼叫中心拥有先进的心血管疾病诊断部门，并配备了擅长进行远程医疗服务的医生。通过个人远程医疗设备，Natali 将患者医疗数据和心血管有关的数据直接发送至医疗呼叫中心。医生将使用 Natali 特有系统，获得病患可显示心电图传输数据、个人及家庭情况、紧急联系人名单、病史、药物及过敏，即刻对用户做出是否心脏病发的判断并应需派遣急救专用（intensive care）救护车，以最合适且最快速的服务缓解患者病情。

公司与第三方医疗设备生产商合作，为客户提供便捷、先进的医疗设备。例如：用户可以使用心电监测手套，将手套的多个触电极贴于胸前，仅需 7 秒就可以获得心电图，并通过 Ipad 或手机 APP 实时监测心脏健康情况，并将心电图数据上传至公司的数据中心。公司的医疗团队可远程对用户的健康情况进行监测。与之相比，一般传统的心电监测设备（例如医院使用的心电图）需要专业医师操作，且一般需要 30 秒以上的时间才可获得图像，且无法进行远程监控。

产品	图示	简介
自用式十二导联心电图系统手套		通过自用远程理疗手套，用户可通过移动设备记录并传输十二导联标准心电图和其他生理数据到云数据库，全球授权医院权威可介入治疗。
心电图设备		设备可通过地面或电话线路从世界各地全天候地将实时数据发送至 Natali 诊断中心。医疗呼叫中心将根据数据对医疗信息进行诊断，并决定首选的药物治疗。
心律失常监测设备		心律失常的诊断由小型高效的设备完成，可让医生监测心脏传导系统出现的任何心率异常现象。
血压监测设备		血压检测装置与客户的电话线相连，所有读数都自动发送至医疗中心，若系统监测到异常，将发送指示说明到中心，中心将与客户联系以进行初步治疗

Natali 和用户间建立了长期的合作关系，用户订购 Natali 服务的平

均期限为 7 年。远程医疗业务为 Natali 传统业务，在以色列市场保持着较高的占有率，业务量历年保持稳定。目前，远程医疗或救护以个人付费用户为主，有少量企业客户，平均收费标准为 30-50 美元/月，订购合同 4-6 年续签一次。

（2）紧急按钮和家庭护理

紧急按钮指对老年用户的紧急按钮服务，由此老年人可随时与 Natali 的紧急呼叫中心取得联系，进行医疗咨询要求帮扶、安全救助、救护车服务等。

紧急按钮经过不断的改进，有多种产品可供用户选择。如：手环、胸前佩戴等形式。如果用户在家中，或者在家周边遇到紧急情况，仅需按下紧急按钮，即可与 Natali 的紧急呼叫中心通话，Natali 将根据患者情况，第一时间远程与患者进行通话，并视情况派出急救车和医生进行急救。

产品	图示	简介
紧急按钮		设备由室内移动电话（防水）按钮 + 集线器组成，安装于用户家中，可让用户与急救中心直接通讯，无需拨号。
电话急救按钮		设备结合了电话和紧急按钮的装置，专为盲人和听力不佳者设计。

产品	图示	简介
新型智能急救系统		设备最多可支持 8 个无线感应器，如烟雾、水、气体、门探测器等。将警报发送至急救中心，帮助用户和急救中心发现紧急事件。
老年人智能手机		手机上的紧急按钮连接至 Natali 呼叫中心。手机具有远程提醒电量不足、卫星定位、紧急电话呼叫等功能。

根据以色列法律，以色列医生可以被除医院以外的机构从事治疗服务，同时，以色列的药品也可在医院以外销售。基于该规定，家庭护理服务提供全年 24 小时医生、护士上门问诊服务，上门问诊医生配有急救药物、呼吸器械、心电图设备、血压计及常用药物。

（3）团体健康服务

Natali 面向政府提供学校儿童健康服务、幼儿园服务、护理培训等服务，自 2010 年进入“团体健康服务”领域以来，Natali 主要从政府部门如以色列教育部、卫生部获得项目收入，以 Natali 在 2010 年赢得的由以色列卫生部负责招标的学生健康服务以及预防医疗服务项目为例，Natali 提供的服务内容包括：疫苗接种（vaccinations）、听力测试（Hearing tests）、视力检查（Visual acuity test）、成长测试（Growth tests）和健康教育服务（Health education services）。

（4）定制居家养老服务（Aging in place）

Natali 正在以色列大力推广其“居家养老”相关服务，向居家养老

者提供综合服务。该类服务将结合智能看护（Smart care）系统把医疗数据与行为监测数据紧密结合，以个性化定制角度出发，提供综合性的居家养老健康管理服务。服务内容包括：家政服务（打扫房屋、安装与维修、准备膳食、洗衣服务）；医疗服务（紧急医疗问题、日常生活中出现的医疗需求、药物监测和管理）；社会服务（每周社交、团体社会活动）；其他服务（日常联系、安全和保安服务）等等。

该服务为行业内新兴服务，Natali 可以根据客户需求进行个性化定制，“居家养老”服务将成为 Natali 未来主要的增长点。目前该业务已有约 400 个居家养老的意向客户，该项服务的收费相对昂贵，起步价为 350 美元/月，一般为 400-700 美元/月，服务项目较多的费用能达到 1500 美元/月。

智能看护（Smart care）系统在用户家中配备无线感应器、监测器等，服务后台具备机器学习、数据挖掘与自动报警系统。将设备安装两周内，设备通过记录和自动学习，确定老人正常规律的行为模式，并将其上传到 APP 软件中。当成熟的行为模式显示异常时，设备会自动发送警报到医疗中心，并同步发送到子女的手机，子女及时了解老人的身体状况，以达到及早发现病患的效果。

2、以色列护理业务 A.S. Nursing

A.S.Nursing 成立于 1984 年，总部于以色列特拉维夫，是以色列一线护理服务公司，已经拥有 30 多年的服务经验。A.S. Nursing 在以色列全国拥有 24 家分支机构。公司雇有约 6000 名护理专业人士，为约 7000 名老人提供护理服务。市场占有率约为 4%。报告期内 A.S. Nursing 的

服务内容无重大变化。

A.S. Nursing 的服务对象为通过 NII 的 ADL 测试的用户(绝大多数为 75 岁以上老人、残疾退伍军人及其他伤残人士)。A.S. Nursing 的服务主要分为三种,一是为无法独立生活的用户上门提供护理及照看服务;二是为住院用户提供专业私人护理;三是为老人提供养老院相关咨询服务和安置服务。同时, A.S. Nursing 与以色列的国家社保中心、国家劳动部、国家社会服务部、国防部,以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。

根据 1995 年颁布的以色列国家保险法律法规的照护及保险规定, NII (以色列国家社保中心) 为符合以下标准的用户提供长期的照护服务。

序号	NII 的标准和要求
1	达到以色列当地标准退休年龄的居民
2	没有领取由国家保险机构发放的严重伤残津贴历史(残疾人或因公残疾者), 同时也没有领取由财政部发放的补贴
3	在家中居住者(入住养老院的居民将无法获得该项福利)
4	通过 NII 推出的 ADL (日常生活活动能力) 测评, 测评结果符合长期护理要求者
5	收入低于 NII 标准者

符合以上 NII 标准要求者享有一系列服务, 包括: 上门护理服务, 日间照料中心服务, 紧急救助服务, 每月提供护理消耗品以及洗衣服务。NII 提供的护理服务分为三个级别, 根据 ADL 测评结果分配不同的护理小时数。

级别	护理要求	每周服务小时
级别 1	有限护理要求	9.75
级别 2	高级护理要求	16

级别 3	持续护理要求	18
------	--------	----

3、 中国健康管理及养老业务- Natali（中国）

为了在中国推广 Natali 的先进经验，2015 年 6 月，Natali 在中国设立了 Natali（中国），2015 年主要是进行筹备公司，建设团队等。2015 年末至 2016 年，Natali（中国）开始全面开始拓展业务。Natali（中国）业务主要分三条线进行，一是 B2B 的健康管理业务；二是 B2C 的高端居家养老解决方案；三是远程医疗服务。截至 2016 年 3 月末，B2B 健康管理业务已取得业务收入，有良好进展，其余两方面业务现正在开拓和布局阶段。

Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。Natali 在以色列的品牌优势加快了 Natali（中国）获取中高端用户的进程，目前 Natali（中国）已经签约了部分世界 500 强外企、金融服务机构等优质 B2B 客户。

Natali（中国）提供的解决方案具有明显的技术优势。Natali 的远程医疗、智慧看护以及居家医疗服务技术成熟、运营经验丰富，在国际上具备领先水平。Natali（中国）通过对相关解决方案进行汉化，并根据中国老人的偏好调整运营方案，可以实现业务的大规模推广。

以 Natali 远程医疗解决方案为例，该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可，中国国家卫计委通过中国大使馆邀请 Natali 及中国团队落地国内首例 B2C 远程医疗试点项目，未来可以将该项目的成功经验在全国推广。该项目拟构建面向患者个人的远程心电医疗系统。将引进以

色列先进的医疗技术及服务经验，并与中国现有医疗体制相结合，为患者提供家中即时心电监测、线上实时诊断及线下快捷治疗三位一体的远程心电监测医疗服务。

2016年3月29日，在中以创新合作联合委员会第二次会议上，Natali 以色列与江苏省常州市政府签订了远程心电医疗服务试点合作协议，这是此次中以两国签署的一系列协议中，唯一一个企业签约项目，也是中国落地的首个 B2C 远程医疗项目。Natali（中国）目前与常州市武进人民医院积极协同，落实合作模式以及合适用户的选择。此外，Natali（中国）已完成整套远程心电监测软件系统的汉化及测试，计划建立 7*24 小时呼叫中心，连接患者、家属及医院，为患者提供全天候的健康保障。

Natali（中国）的服务内容包含远程医疗、健康管理和高端居家养老服务，主要采用 B2C 和 B2B 模式进行推广。B2B 业务方面，Natali（中国）主要提供向机构客户提供团体健康医疗服务，由专业团队通过竞标获得服务订单，或是过客户拜访，主动将高端技术设备和方案推荐给企业客户，挖掘客户需求；B2C 业务方面，Natali（中国）主要提供高端居家养老解决方案，这部分服务分为两类：一种是医疗健康服务，以开设设备和服务展厅的形式，向老年人进行现场展示；另一种则是主打生活方式和精神社交需求的日常生活服务，通过举办多种社群活动的方式，向老年人推广 Natali（中国）的品牌。

Natali（中国）目前大力推进以色列远程医疗技术在国内的应用，目前正与常州市武进人民医院积极协同，落实合作模式以及合适用户的

选择，有利于扩大个人付费用户群体。截止三季度末系统已进入正常运行，首批用户反应良好。预计十月底投入大规模商业运营。公司为了未来业务更好的持续发展,2016 年将业务开拓和业务团队的搭建作为经营的重点，目前 Natali（中国）已经与徐州市第二人民医院等合作医院签署了相应的合作意向，预计随着该等业务完成试点合作后可以投入大规模的商业运营。

第四部分 收益法估值分析

(一) 收益法简介

现金流折现方法(DCF)是通过将企业未来预期净现金流量折算为现值,估算企业价值的一种方法。其基本思路是通过估算企业在未来预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值,得出估值。其适用的基本条件是:企业具备持续经营的基础和条件,经营与收益之间存有较稳定的对应关系,并且未来收益和风险能够预测及可量化。使用现金流折现法的最大难度在于未来预期现金流的预测,以及数据采集和处理的客观性和可靠性等。当对未来预期现金流的预测较为客观公正、折现率的选取较为合理时,其估值结果具有较好的客观性,易于为市场所接受。

1、基本估值思路

根据本次尽职调查情况以及估值对象的资产构成和主营业务特点,本次估值是以估值对象的合并财务报表为基础估算其权益资本价值,本次估值的基本估值思路是:

(1)对纳入报表范围的资产和主营业务,按照基准日前后经营状况的变化趋势和业务类型等分别估算预期收益(净现金流量),并折现得到经营性资产的价值;

(2)对纳入报表范围,但在预期收益(净现金流量)估算中未予考虑的诸如基准日存在货币资金,应收、应付股利等流动资产(负债);呆滞

或闲置设备、房产等以及未计及收益的在建工程等非流动资产(负债),定义其为基准日存在的溢余或非经营性资产(负债),单独测算其价值;

(3) 由上述各项资产和负债价值的加和,得出估值对象的企业价值,经扣减付息债务价值后,得出估值对象的股东全部权益价值。

(二) 估值模型

1、基本模型

本次估值的基本模型为:

$$E = B - D - M \quad (1)$$

式中:

E: 估值对象的所有者权益(净资产)价值;

B: 估值对象的企业价值;

$$B = P + I + C \quad (2)$$

P: 估值对象的经营性资产价值;

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中:

R_i : 估值对象未来第 i 年的预期收益(自由现金流量);

r : 折现率;

n : 估值对象的未来经营期;

I: 未纳入合并报表范围的长期股权投资价值;

C: 估值对象基准日存在的溢余或非经营性资产(负债)的价值;

$$C = C_1 + C_2 \quad (4)$$

C_1 : 基准日流动类溢余或非经营性资产(负债)价值;

C_2 : 基准日非流动类溢余或非经营性资产(负债)价值;

D : 估值对象的付息债务价值;

M : 纳入合并报表范围的非全资子公司所对应的少数股权价值;

2、收益指标

本次估值,使用企业的自由现金流量作为估值对象经营性资产的收益指标,其基本定义为:

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本} \quad (5)$$

根据估值对象的经营历史以及未来市场发展等,估算其未来经营期内的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现并加和,测算得到企业的经营性资产价值。

3、折现率

本次估值采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率 r

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (6)$$

式中: W_d : 估值对象的债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (7)$$

W_e : 估值对象的权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (8)$$

r_d : 所得税后的付息债务利率;

r_e : 权益资本成本。本次估值按资本资产定价模型(CAPM)确定权益资本成本 r_e ;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (9)$$

式中：

r_f ：无风险报酬率；

r_m ：市场期望报酬率；

ε ：估值对象的特性风险调整系数；

β_e ：估值对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E}) \quad (10)$$

β_u ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (11)$$

β_t ：可比公司股票(资产)的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x \quad (12)$$

式中：

K ：一定时期股票市场的平均风险值，通常假设 $K=1$ ；

β_x ：可比公司股票(资产)的历史市场平均风险系数；

D_i 、 E_i ：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

(二) 净现金流量预测

本次收益法估值以三胞国际医疗有限公司经审计后的报表为基础，对纳入估值范围内的三胞国际医疗有限公司股东全部权益整体价值进行估值。

1、营业收入与成本预测

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业

务主体为间接全资持有的Natali, Natali成立于1991年,是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司,在以色列全国养老服务市场居于领先地位。在三胞集团收购Natali后, Natali未来的发展重心是中国养老服务市场的开拓,并为此专门成立了中国子公司Natali(中国)。成立Natali(中国)主要是充分利用Natali的海外资源以及社区医疗服务和养老服务等多方面优势以及多年积累的先进经验发展中国养老服务市场。Natali(中国)将向市场提供高端居家养老、远程医疗服务和健康管理等服务,通过B2B2C的方式,获取高端居家养老业务深入目标用户家庭的入口。

未来三胞国际业务的增长主要来源于以下几个方面:

1) Natali 原有养老业务的发展

Natali 的业务收入与利润主要来源于个人自费用户,每个用户的平均付费购买服务年限为7年。作为以色列最大、最知名的居家养老服务公司, Natali 获取新用户的能力较强,其较为稳健的业务模式决定了业绩能够长期稳健增长。2015年, Natali 推出了一项定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”,此项新业务主要针对经济收入较高人群,提供一整套生活服务、智慧看护、保健、远程医疗服务,基础服务包的价格为350美金/月,目前已有1000+美金/月的高端用户。该项业务的拓展良好,未来有望成为重要的收入与利润来源。此外,在三胞集团收购 Natali 之后,基于中国养老市场巨大潜力带来的预期, Natali 在与服务供应链上下游的谈判中获得了更强的议价能力,在市场上的影响力也进一步增强,从而带动2015年付费用户数的增加及毛利水平的提高。

2) Nursing 护理业务的增长

Nursing 拥有 30 多年的服务经验，在以色列全国拥有 25 家分支机构。公司雇有约 6000 名护理专业人士，为约 7000 名老人提供护理服务。AS Nursing 的服务主要分为三种：需要一定程度生活服务协助至无法独立生活的老人（绝大多数为 75 岁以上老人，Natali 主要服务对象为 70 岁至 85 岁之间可以独立生活的老人，因此 Natali 可以向 Nursing 导入精准客户）在家提供护理服务；为住院老人提供专业私人护理；为老人提供选择养老院的相关咨询服务。同时，AS Nursing 也与以色列的国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部，以及大屠杀幸存者基金有多年良好的合作。在以色列的监管环境下，护理公司之间难以通过比拼价格及护理职工的薪酬成本获得竞争优势，市场竞争力更多的体现在提前获取新客户的能力及运营效率的提高。Natali 核心的紧急救援服务及远程医疗服务能够提前发现 AS Nursing 的潜在用户，例如老人摔倒引起骨折甚至瘫痪（紧急救援）、心梗或中风（远程医疗+紧急救援）等。因此，Natali 与 Nursing 业务存在较为显著的协同关系，老人用户也更易于接受同一个服务商提供的综合服务。Natali 收购 AS Nursing 后，相关护理业务未来有望取得突破常规的快速发展。考虑由于上述收购的交割日期较晚，对 AS Nursing 在 2016 年的业务开展预计不会造成较大影响，但目前 Natali 与 AS Nursing 的业务整合过程中，AS Nursing 在 Ashdod、Or Yehuda 等地区的业务量已经实现了较快的增长，未来随着该等业务整合逐步扩大到全部 21 个地区，预计护理业务仍将有较快的业务增长。

下表列出了 Natali 以色列业务整体的预测收入、成本数据：

Natali以色列业务营业收入和成本预测情况

单位：万元

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
合计	收入	56,559.42	69,296.54	72,564.39	75,842.51	79,131.08	82,472.67
	成本	39,854.00	49,773.20	52,196.68	54,628.81	57,070.29	59,538.89
私人付费用户	收入	17,435.02	17,783.72	18,139.39	18,502.18	18,872.22	19,249.67
	成本	9,063.64	9,244.92	9,429.81	9,618.41	9,810.78	10,006.99
政府项目	收入	8,753.60	8,917.95	9,085.39	9,255.98	9,429.76	9,606.81
	成本	7,213.20	7,348.63	7,486.61	7,627.17	7,770.38	7,916.27
Aging in Place	收入	224.47	338.82	508.24	677.65	847.06	1,058.82
	成本	146.33	200.66	291.33	384.37	480.34	596.90
护理服务	收入	30,146.33	42,256.04	44,831.37	47,406.71	49,982.04	52,557.37
	成本	23,430.82	32,978.99	34,988.92	36,998.86	39,008.79	41,018.72

3) Natali（中国）的业务增长具有较大潜力

Natali（中国）与安康通在中国居家养老服务业务上定位互补、共享资源，加上安康通已具有丰富的中国养老服务运营经验，大大降低了 Natali（中国）的市场开拓风险。其次，Natali 在以色列的品牌优势将帮助加快 Natali（中国）获取中高端用户的进程。Natali 的远程医疗（telemedicine）、智慧看护（smart care）以及居家医疗服务（home-based medical service）技术成熟、运营经验丰富，在国际上具备领先水平。Natali（中国）通过对相关解决方案进行汉化，并根据中国老人的偏好调整运营方案，可以实现业务的大规模推广。以 Natali 远程医疗解决方案为例，该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可，中国国家卫计委通过中国大使馆邀请 Natali 及中国团队落地国内首例 B2C 远程医疗试点项目，未来可以将该项目的成功经验在全国推广。截止三季度末系统已进入正常运行，首批用户反应良好。预计十月底投入大规模商业运营。公司为了未来业务更好的持续发展，2016 年将业务开拓和业务团队的搭

建作为经营的重点，目前 Natali（中国）已经与徐州市第二人民医院等合作医院签署了相应的合作意向，预计随着该等业务完成试点合作后可以投入大规模的商业运营。

Natali（中国）业务发展的思路是建立在拓展用户群体的基础上，考虑市场的成熟过程和认可程度，预计未来几年公司的业务覆盖地区和人群规模的成长性会较强。

预测思路及过程：

（1）覆盖城市数量及人口预测，企业根据对国内不同地区、城市的广泛调研和分析，制定了相应的省市拓展计划，预计在未来的五年内，通过在山东、上海、江苏、广东、浙江等人口规模较大、经济发展水平较高的地区进行相关的业务推广，使得公司在未来一段时间的经营中将其中约500万的老人转化为公司的客户。并通过与各地医院合作等方式扩大个人付费用户群体，在术后、产后、老年痴呆症护理干预等方健康管理领域形成用户群体。

（2）考虑老人及其他目标用户的年龄结构、经济水平差异等原因，在预计目标客户总数的基础上，为不同需求的人群提供包括但不限于远程医疗、SmartCare、术后护理、产后护理等不同收入水平的服务，并结合不同类型服务的价格水平进行测算，得到公司的预计业务收入。

Natali（中国）各项业务的营业收入成本的预测结果见下表。

Natali（中国）营业收入和成本预测情况

单位：万元

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
合计	收入	743.09	3,672.30	29,127.62	63,091.55	114,679.25	179,382.54
	成本	379.79	1,999.91	15,870.53	34,306.93	62,025.39	94,446.84
ECG	收入	13.11	376.50	6,565.69	15,768.81	30,827.85	47,273.38

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	成本	3.93	116.71	2,166.68	5,523.82	11,098.03	17,018.42
SmartCare	收入	35.83	633.42	7,403.66	20,561.37	36,537.49	65,302.19
	成本	10.75	196.36	2,443.21	7,202.65	13,153.50	23,508.79
术后护理	收入	2.16	85.10	690.93	761.92	1,269.59	1,777.43
	成本	1.30	51.91	462.92	571.44	952.20	1,333.07
长期护理	收入	91.71	647.14	3,289.77	5,320.96	7,142.65	9,496.44
	成本	57.50	420.64	2,302.84	3,991.63	5,356.97	7,122.31
产后护理	收入	240.75	1,069.39	7,697.16	14,246.81	25,397.28	35,556.19
	成本	132.39	634.07	5,094.58	10,257.70	18,286.04	25,600.46
体检-常规	收入	238.83	636.89	3,057.08	3,725.82	4,776.69	6,687.36
	成本	131.36	394.87	2,201.10	2,719.85	3,486.98	4,881.77
体检-高精度	收入	119.42	449.01	1,992.83	5,610.51	13,059.94	19,904.70
	成本	41.80	179.60	996.42	3,197.99	7,450.89	11,355.93
老年痴呆症 护理干预	收入	1.28	9.25	289.71	1,122.47	2,987.71	4,834.79
	成本	0.77	5.74	202.80	841.86	2,240.78	3,626.10

估值人员对营业收入、成本的计算过程进行了复核，并就其中涉及的用户规模、服务内容、价格水平进行了分析测算。

企业盈利预测建立在Natali（中国）借鉴并引进Natali在以色列领先的医护经验、整合并打通医疗护理服务全产业链的商业计划能按照预期计划实施等前提下，如果未来三胞国际的商业模式整合、Natali（中国）业务的落地计划实施进度、效果与目前预计的进度、效果有所差异，将会对盈利预测造成相应影响。盈利预测是建立在Natali（中国）未来业务在全国不同地区的拓展和覆盖的用户规模能够达到预期的情况下测算得到的，但鉴于该等业务的拓展计划取决于各地人群的接受程度以及各地政府机关对养老服务的重视程度和资金投入力度，如估值对象未来实际业务拓展的进展与预期发生偏差，则估值结论将会发生重大变化。

（二）期间费用预测

1、营业税金及附加预测

估值对象的营业税金及附加包括营业税、城建税、教育费附加等。营业税按照营业额的3%或5%缴纳，城建税按实际缴纳流转税额的7%缴纳；教育费附加按实际缴纳流转税额的3%缴纳。本次估值结合未来年度估值对象收入规模的变化趋势以及估值对象现有的税率税率水平预计未来年度的营业税金及附加。估值对象未来营业税金及附加估算结果见下表。

估值对象营业税金及附加预测情况

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业税金及附加	44.59	220.34	1,747.66	3,785.49	6,880.75	10,762.95

2、销售费用预测

经审计后的报表披露，估值对象最近两年的营业费用分别为 278.22 万元、2,680.14 万元，该等费用与估值对象未来的业务开展较为密切，本次估值结合企业未来的业务量发展趋势、各项费用与营业收入的比率关系及变化趋势等因素进行估算。预测结果见下表。

估值对象销售费用预测情况

单位：万元

项目\年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
中国业务销售费用	528.81	705.08	5,417.74	10,977.93	18,578.04	25,831.09
以色列业务销售费用	2,620.01	2,676.08	2,726.42	2,777.50	2,829.34	2,885.04
合计	3,148.82	3,381.17	8,144.16	13,755.43	21,407.38	28,716.12

3、管理费用预测

经审计后的报表披露，估值对象最近两年的管理费用分别为 1,648.15 万元、2,217.75 万元，主要为工资薪酬、差旅费、物业租赁费、办公费和其他费用等。

预测思路如下：

职工薪酬：人员成本主要包括工资、福利、社保、公积金及其他，本次估值结合估值对象人事部门规划的人员数量，并参考历史年度人员成本水平、估值对象预算的增长目标进行预测。

差旅费、办公费等其他费用：鉴于此类费用与业务的关联性较强，本次估值结合各项费用与营业收入的比率关系及变化趋势，参考历史期各类费用的水平，估算该类费用。预测结果见下表。

估值对象管理费用预测情况

单位：万元

项目\年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
中国业务管理费用	352.54	470.05	3,611.82	7,318.62	12,385.36	17,220.72
以色列业务管理费用	4,084.71	4,982.92	5,205.34	5,428.46	5,652.29	5,879.74
合计	4,437.25	5,452.97	8,817.17	12,747.08	18,037.65	23,100.46

4、财务费用估算

截至评估基准日，评估对象基准日付息债务余额 32,563.17 万元，本次估值以此借款规模为基础及利率水平估算未来各年度的财务费用。鉴于企业的货币资金或银行存款等在生产经营过程中频繁变化且变化较大，估值时不考虑存款产生的利息收入，也不考虑汇兑损益等其他不确定性损益。

5、所得税预测

本次估值以估值对象未来各年度利润总额的预测数据为基础，确定其未来各年度应纳税所得额，结合企业所得税税率估算被评估企业未来各年度所得税发生额。考虑到估值对象的主要业务均在以色列和中国国内开展，其中以色列国内业务按照25%的所得税税率计算相应的所得税费用，中国国内业务按照25%的所得税税率计算相应的所得税费用，预

测结果见下表:

估值对象所得税预测情况

单位: 万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
所得税费用	2,175.93	2,776.33	3,469.97	4,668.60	6,838.23	11,063.50

(三) 折旧与摊销预测

估值对象的固定资产主要包括机器设备、办公设备、运输设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次估值中,按照企业执行的固定资产折旧政策,以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期限、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。截至估值基准日,对于估值对象账面的无形资产和长期待摊费用,按照现有的无形资产、长期待摊费用摊销政策预测其未来各年的摊销费用。

预测中考虑了随着估值对象未来业务扩张所需资本性支出增加后对折旧摊销的影响。

(四) 追加资本预测

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下,为保持持续经营所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他长期资产);持续经营所必须的资产更新以及经营规模变化所需的新增营运资金等。即本报告所定义的追加资本为:

追加资本=资产更新投资+资本性支出+营运资金增加额

1、资产更新投资估算

按照收益预测的前提和基础,在维持现有资产规模和资产状况的前提下,结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况,预计未来资产更新

改造支出，预测结果见下表。

2、资本性支出估算

按照收益预测的前提和基础，考虑到随着 Natali（中国）未来业务规模的扩大，覆盖的地区和用户规模的增加，估值对象需在各个地区增加投入，结合企业目前的业务规模和在以色列当地的实践经验，预计未来各年需要的资本性支出。预测结果见下表。

3、营运资金增加额估算

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、存货、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来，需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此估算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

其中：

应收款项=营业收入总额/应收款项周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关

的其他应收账款等诸项。

存货=营业成本总额/存货周转率

应付款项=营业成本总额/应付账款周转率

其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

根据对企业历史资产与业务经营收入和成本费用的统计分析以及未来经营期内各年度收入与成本估算的情况，预测得到的未来经营期各年度的营运资金，预测情况见下表。

（五）净现金流量的预测结果

下表给出了估值对象未来经营期内的营业收入以及净现金流量的预测结果。

未来经营期内的净现金流量预测

单位：万元

项目名称	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	稳定年
营业收入	12,032.34	72,968.83	101,692.01	138,934.06	193,810.33	261,855.21	261,855.21
减：营业成本	8,248.87	51,773.11	68,067.21	88,935.74	119,095.67	153,985.73	153,985.73
营业税金及附加	44.59	220.34	1,747.66	3,785.49	6,880.75	10,762.95	10,762.95
销售费用	849.95	3,381.17	8,144.16	13,755.43	21,407.38	28,716.12	28,716.12
管理费用	262.27	5,452.97	8,817.17	12,747.08	18,037.65	23,100.46	23,100.46
财务费用	258.98	1,035.93	1,035.93	1,035.93	1,035.93	1,035.93	1,035.93
营业利润	2,367.68	11,105.32	13,879.89	18,674.38	27,352.93	44,254.01	44,254.01
利润总额	2,367.68	11,105.32	13,879.89	18,674.38	27,352.93	44,254.01	44,254.01
减：所得税	591.92	2,776.33	3,469.97	4,668.60	6,838.23	11,063.50	11,063.50
净利润	1,775.76	8,328.99	10,409.92	14,005.79	20,514.70	33,190.50	33,190.50
归属于母公司净利润	1,836.30	8,134.19	9,630.39	12,111.35	16,485.70	24,873.16	24,873.16
加：折旧	251.96	1,007.85	1,180.17	1,365.81	1,596.27	1,838.04	1,838.04
摊销	-	-	-	-	-	-	-
加：扣税后利息	194.24	776.95	776.95	776.95	776.95	776.95	776.95
减：营运资金增加额	-909.80	-1,517.73	-178.98	-138.12	-52.11	17.41	-
资本性支出	7.43	29.29	254.55	339.64	515.88	647.03	-

项目名称	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	稳定年
资产更新	251.96	1,007.85	1,180.17	1,365.81	1,596.27	1,838.04	1,838.04
净现金流量	2,872.37	10,594.37	11,111.30	14,581.22	20,827.88	33,303.01	33,967.45

(三) 权益资本价值预测

(一) 折现率的确定

1、无风险收益率 r_f ，参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 r_f 的近似，即 $r_f=4.12\%$ 。

2、市场期望报酬率 r_m ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自1992年5月21日全面放开股价、实行自由竞价交易后至2015年12月31日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=11.53\%$ 。

3、 β_e 值，取沪深同类可比上市公司股票，以2011年10月至2016年9月的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数 $\beta_x=0.9698$ ，按式(13)计算得到估值对象预期市场平均风险系数 $\beta_t=0.9801$ ，并由式(12)得到估值对象预期无财务杠杆风险系数的估计值 $\beta_u=0.8333$ ，最后由式(11)得到估值对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=0.9574$ 。

4、权益资本成本 r_e ，本次估值考虑到估值对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性以及公司未来业务发展可能进一步不如预期所产生的特性个体风险，设公司

特性风险调整系数 $\epsilon=0.05$ ；最终由式（10）得到估值对象的权益资本成本 r_e ：

$$\begin{aligned} r_e &= 0.0412 + 0.9574 \times (0.1153 - 0.0412) + 0.05 \\ &= 0.1621 \end{aligned}$$

5、扣税后利率： $r_d=0.0239$

6、由式（8）和式（9）得到债务比率 $W_d=0.1657$ ；权益比率 $W_e=0.8343$ ；

7、折现率 r ，将上述各值分别代入式（7）即有：

$$r = r_d \times W_d + r_e \times W_e = 0.0239 \times 0.1657 + 0.1621 \times 0.8343 = 0.1392$$

（二）经营性资产价值

将得到的预期净现金流量代入式（3），得到估值对象的经营性资产价值为184,422.67万元。

（三）非经营性资产或溢余性资产（负债）价值

经核实，在估值基准日2016年9月30日，估值对象账面有如下一些资产（负债）的价值在本次估算的净现金流量中未予考虑，应属本次估值所估算现金流之外的非经营性或溢余性资产，在估算企业价值时应予另行单独估算其价值。

1、基准日流动类非经营性资产或溢余性资产（负债） C_1

经审计的资产负债表披露，估值对象基准日账面货币资金共计12,099.33万元，经估值人员核实无误，确认该资金存在。

即基准日流动类非经营性资产或溢余性资产的价值为

$$C_1 = 12,099.33 \text{ 万元}$$

将上述代入式（4）得到估值对象基准日非经营性或溢余性资产的价值为：

$$C = C_1 + C_2 = 12,099.33 + 0 = 12,099.33 \text{（万元）}$$

（五）权益资本价值

1、企业整体价值

将得到的经营性资产的价值 $P = 184,422.67$ 万元，长期股权投资价值 $I=0$ 非经营性或溢余性资产的价值 $C = 12,099.33$ 万元，代入式（2），即得到三胞国际医疗有限公司企业价值为：

$$B = P + I + C = 184,422.67 + 0 + 12,099.33 = 196,522.00 \text{（万元）}$$

2、少数股东权益价值

鉴于估值对象合并范围内包含的Natali（中国）等公司不是估值对象的全资子公司，在估值对象的盈利预测和估值中应该剔除该等少数股东权益价值的影响，经测算，按照该等公司未来的预计现金流折现，可以得到该等少数股东权益价值为37,727.88万元。

2、权益资本价值

将估值对象的企业价值 $B = 196,522.00$ 万元，付息债务价值 $D = 32,563.17$ 万元，少数股东权益价值 $M=37,727.88$ 万元代入式（1），可以得到三胞国际医疗有限公司归属于母公司的权益资本价值为：

$$\begin{aligned} E &= B - D - M \\ &= 196,522.00 - 32,563.17 - 37,727.88 = 126,230.95 \text{（万元）} \end{aligned}$$

第五部分 可比案例法估值分析

（一）市场法简介

1、概述

市场法常用的两种具体方法是可比公司比较法和交易案例比较法。市场法评估应当选择与估值对象有可比性的公司或者案例。在确定可比案例选择原则应主要考虑以下几方面因素：

同处一个行业，受相同经济因素影响；

企业业务结构和经营模式类似；

企业规模和成长性可比，盈利能力相当；

交易行为性质类似。

2、选择并计算各可比公司的价值比率

就价值比率而言，价值比率通常选择市盈率（PE）、市净率（PB）、企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）等。在上述四个指标中，企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）侧重企业整体价值的判断；而市盈率（PE）、市净率（PB）侧重股东权益价值的判断。本次估值主要从市盈率指标角度进行分析测算。

3、用上述价值比率及估值对象对应的参数，得到相应的估值结论。

（二）评估方法的选择及技术思路

1、概述

三胞国际为控股公司，本身无实质业务经营，其主要经营资产和业

务主体为间接全资持有的Natali, Natali成立于1991年,是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业务的养老服务公司,在以色列全国养老服务市场居于领先地位。在三胞集团收购Natali后, Natali未来的发展重心是中国养老服务市场的开拓,并为此专门成立了中国子公司Natali (中国)。成立Natali (中国)主要是充分利用Natali的海外资源以及社区医疗服务和养老服务等多方面优势以及多年积累的先进经验发展中国养老服务市场。Natali (中国)将向市场提供高端居家养老、远程医疗服务和健康管理等服务,推出社区健康管理、员工福利平台和机构增值服务三条业务线,通过B2B2C的方式,获取高端居家养老业务深入目标用户家庭的入口。

目前国内养老服务行业基本处于严重分散化碎片化状态,大部分行业内的公司均处于用户数量少、收入规模小的状态,且业务区域性较强,尚不具备在全国或大范围内模式复制、拓展业务的能力。目前三胞国际是国内居家养老服务行业的领导者和整合者,其技术能力及业务模式借鉴了以色列的先进业务模式,在行业内处于领先地位。

Natali在以色列的业务相对成熟稳定,居于以色列养老服务市场的领先地位,未来增长空间在居家养老服务。AS Nursing在以色列的客户主要为达到一定年龄,需要一定程度日常生活护理服务的老年人。Natali的远程医疗 (telemedicine)、智慧看护 (smart care) 以及居家医疗服务 (home-based medical service) 技术成熟、运营经验丰富,在国际上具备领先水平。Natali (中国)通过对相关解决方案进行汉化,并根据中国老人的偏好调整运营方案,可以实现业务的大规模推广。以Natali远程医疗解决方案为例,该方案已经得到中国国家卫计委的高度认可,中国国家卫计委通过中国大使馆邀请Natali及中国团队落地国内首例B2C远程医疗试点项目,未来可以将该项目的成功经验在全国推广。

鉴于估值对象所处的特定细分行业特点以及目前所处的特定发展阶段，与估值对象较为相似的可比案例相对较少，主要原因如下：

1) 估值对象所属的医疗健康领域最近几年已经完成及正在进行的交易案例相对较多。本次交易的交易方案为上市公司发行股份购买资产，医疗健康领域内交易方案相近的可比案例数量较多，从交易行为角度来看，存在与本次交易相近的可比交易案例。

2) 对于估值对象目前所从事的居家养老服务业务，该等行业市场规模相对较小，以该等业务为主营业务的上市公司较少，同行业的可比公司或案例多从事医疗保健的设备、技术服务或保健护理业务；虽然同处医疗健康领域，受相似经济因素影响，但与估值对象的业务结构、经营模式仍存在一定的差异。

3) 目前估值对象以色列国内的业务整合已经取得一定阶段性的成果、中国国内的业务起步也有初步的进展，但估值对象的业务整体尚处于起步初期，规模相对较小，而未来业务的成长性相对较强，与可比公司或案例相比，在成长性上也存在一定的差异。

本次估值以交易案例比较法作为比较分析的思路。交易案例选择的标准如下：

(1) 交易类型一致

要求出售、兼并或收购业务、收购企业普通股、收购企业其他权益，交易案例的控制权状态与被评估公司的控制权状态形同。

(2) 时间跨度趋近

应该选择在评估基准日前 3-5 年内发生所有的交易案例中，选择相关性较强的交易案例。

(3) 公司类型一致

要求同属一个行业，经营业务相同或相似或与被评估公司在所属业

务市场、产品、增长预期、行业周期具有相似的特征。

由于估值对象所处的养老服务行业可比公司或案例的相对较少，本次估值将可比案例的行业扩展到养老服务行业所处的医疗健康领域，搜集了一定的可比案例，但在产品、服务、成长性等方面与估值对象还是存在一定的差异。

（三）分析过程

1、可比案例的选取

（1）可比市场交易案例情况

通过公开信息查询，收集了医疗健康领域内 2015 年完成交易的 4 个股权交易案例，分别为：

- 1) 红日药业(300026.SZ)收购超思股份
- 2) 达实智能(002421.SZ)收购久信医疗
- 3) 天华超净(300390.SZ)收购宇寿医疗
- 4) 江苏三友(002044.SZ)收购美年大健康

2、计算价值比率

（1）价值比率的选取

价值比率是指企业整体价值或股权价值与自身一个与整体价值或股权价值密切相关的、体现企业经营特点参数的比值。

企业价值集中体现在给投资人带来相应投资回报的水平，故企业的价值确定与企业经营业绩的规模和增长幅度均关联度较大。考虑到估值结果与标的公司未来的盈利能力是否匹配是市场可比交易中交易双方关注的价值比率，综合考虑了未来业务成长性的差异，本次估值按照估值对象未来三年预测净利润的平均水平作为测算估值结果与标的公司

未来的盈利能力价值比率的基础。

（2）可比案例的价值比率

下表列出了可比案例的估值水平：

单位：万元

项目	盈利预测/业绩承诺			估值	价值比率
	第一年	第二年	第三年		
红日药业收购超思股份	4,800.00	5,500.00	6,256.36	97,200.00	17.61
达实智能收购久信医疗	6,000.00	7,000.00	8,640.00	87,249.67	12.10
天华超净收购宇寿医疗	2,750.00	3,550.00	4,300.00	40,800.67	11.55
江苏三友收购美年大健康	22,315.76	33,136.66	42,437.48	451,270.06	13.83
平均值					13.77
本次交易-企业整体估值	6,329.10	8,328.99	10,409.92	163,958.83	19.62
本次交易-归属于母公司股权估值	6,283.71	8,134.19	9,630.39	126,230.95	15.75

（四）估值分析结论

由上表可见，本次交易按照企业整体估值口径以及归属于母公司股权估值口径两个角度进行了统计分析，两者的差异主要是在于估值对象三胞国际的合并范围内只包括了 Natali（中国）65%的股权，而 Natali（中国）与估值对象的全资子公司 Natali 和 AS Nursing 在业务的成熟程度、发展阶段上存在差异所导致的，因此在不同的估值统计口径下，三胞国际的估值水平存在一定的差异。

本次交易的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 15.75~19.62，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而估值对象未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。

第六部分 估值结论及其分析

一、估值结论的选取

采用收益法对三胞国际医疗有限公司股东全部权益进行估值并采用可比案例法进行估值分析，得出如下结论：

鉴于可比案例的比较分析是结合企业经营情况及整体市场环境对企业价值的比较分析，而收益法是基于企业本身的盈利能力而预测企业的价值，两者是相辅相成，市场法估值结果是收益法估值结果的市场表现，而收益法估值结果是企业内在价值的合理反映。

采用收益法进行评估：三胞国际医疗有限公司在评估基准日 2016 年 9 月 30 日归属于母公司净资产账面值为 46,554.99 万元，归属于母公司所有者权益价值为 126,230.95 万元，增值 79,675.96 万元，增值率 171.14%。

采用可比案例法进行估算对比分析：本次交易的估值与未来三年盈利预测平均净利润水平对应的价值比率水平为 15.75~19.62，与可比交易 11.55~17.61 的价值比率区间相比略高，主要原因是由于可比案例的业务发展整体相对处于成熟阶段，而估值对象未来三年业务发展尚处于成长期，虽然增速较快，但盈利水平相对较小所导致的。

本次估值拟采用收益法估值结果作为最终的估值结果，即 126,230.95 万元。

二、估值结论分析

估值对象的收益法估值结果较其净资产账面值增值的主要原因是估值对象预测业务规模、收益水平的快速增长，而推动其收益快速增长的动力既来自外部也来自内部，主要体现在以下几个方面：

（1）以养老为切入点的健康产业巨大的市场潜力

中国养老行业的市场化程度较低，具有市场碎片化、竞争局部化、服务非标准化等特点，处于发展萌芽期。国内养老服务的竞争主要是依托政府直接采购平台的招标项目，不可延续性较大，且缺乏长远布局。但中国的老龄人口数量居世界第一，养老行业发展潜力巨大。目前国内整体养老市场偏重于以家庭为基础的居家养老，商业机构参与养老服务的份额不高，导致居民自费养老的压力较大，养老行业社会效率较低。以色列的养老护理行业市场发展非常成熟，具有全面覆盖的社会保障体系和高水平的医疗体系，能够提供紧急救助、居家生活服务、智慧看护、远程医疗、居家医疗服务等全套养老服务。

倘若能够实现潜力巨大的中国养老行业和以色列先进技术的对接，中国养老行业定会得到迅速发展，造就一批适应中国本土养老护理行业的相关企业。同时，养老护理企业的经营模式得以优化，专业化程度得以提升，从而更高效、高质量地服务于中国老龄人群。

（2）广泛的品牌影响力和知名度

三胞国际旗下两家公司 Natali 和 A.S Nursing 分别成立于 1991 年和 1989 年，在以色列养老行业和护理行业中有着超过 20 年的行业经验，已经在以色列具备了广泛的品牌影响力和知名度。

Natali 基于以往的丰富经验构建了强大的商业模型，能够及时洞察消费者和市场的变化，提供多样化的服务。高质量的完善服务增强了客户粘性，公司的服务在以色列享有良好的口碑，成为家喻户晓的养老品牌，用户的平均使用时间是 7 年，最长达到了 22 年。

A.S Nursing 是以色列第一批做护理的企业之一，拥有悠久的历史，通过不断的服务提升和品牌升级稳固行业地位。A.S Nursing 旗下共有 24 家分支机构，除了以色列北部区外均有覆盖，具有一定的规模优势和良好的市场认知度，在老龄人口密集的以色列中央区和南部区具备很强的竞争力。

（3）独特的服务模式和高效的运营能力

三胞国际旗下公司 Natali 具有完善的服务模块，客户中既有个人付费用户，同时也有管理式医疗机构（HMO）、企业单位、保险公司等团体客户和卫生部、教育部等政府机构。Natali 能够基于不同类型客户的需求，提供多样化，具有针对性的服务。

Natali 养老服务的最大特点是具有后端的医疗服务支持能力。采用先进的病前干预管理模式，在用户家中设置移动监测终端，使得健康数据实时系统的传输到后台数据库并建立健康档案，以病前预防的先进疾病干预理念为客户提供了可行的健康管理模式。根据 Natali 内部数据，接收呼叫数据中 84% 的用户可以不用去医院就诊，降低了进院治疗率，为个人和社会节省了医疗开支。Natali 拥有由紧急按钮、重症救护车和呼叫中心组成的救护系统，实现了发病和救援的无缝链接，节省了急救的黄金时间。

除了为大多数个人付费用户提供优质化的服务外，Natali 依靠专业化的健康服务，多次赢得了国家教育部的政府业务订单，为全国学校学生提供急救服务及预防医疗，目前已覆盖以色列约 4500 家教育机构的 160 万学生。同时也为社区、学校等团体客户提供医疗咨询、健康管理和急救知识培训。

（4）行业标杆的质量规范和技术能力

三胞国际旗下两家公司 Natali 和 A.S Nursing 在以色列养老护理行业经营历史超过 20 年，积累了丰富的公司管理和平台运营经验。两家公司提供的养老和护理服务严格按照以色列行业相关标准，力图向目标客户提供高质量的专业化服务。

Natali 在远程医疗，救护车转移病患，运营呼叫中心，提供培训服务以及提供居家照看服务等领域均已获得以色列标准化组织认可，已通过 ISO 27001:2013 和 ISO 27799:2008 两项审计认证。A.S. Nursing 设立了内部质量管控机制，在其人员设定中预留了两种人员负责质量控制。上门访问社工定期访问用户，对用户家庭环境，认知能力，心理及生理状态进行日常评估。同时，具有三年以上护理经验的高级护工接受社会福利部提供的培训后担任管理员，对护工提供的服务进行管控。

先进的软硬件技术是满足定制化的养老服务的基础之一。Natali 提供的远程医疗服务充分发挥联网能力，通过其强大的设备硬件和后台处理能力，同时大量患者进行健康跟踪和健康指导服务。目前，远程医疗服务对象主要为心脏病患者，利用个人远程医疗设备将用户的医疗数据和心血管相关数据发送至医疗呼叫中心。诊断中心配备擅长进行远程医

疗服务的医生，全天候监测用户状况，并提供心脏病和紧急医疗诊断与咨询服务。

Natali 试点的 Smart Care 智能看护系统，是一套以预防为主的高端智能健康安全解决方案，用以满足老人在家中自主生活的养老方案，兼具感知硬件系统与远程传输系统，支持智能手机终端的应用连接。Smart Care 的智能分析引擎结合个人紧急响应系统（PERS）可自动识别对老人健康构成威胁的潜在危险行为特征并发出警示。Natali 工作人员可主动干预以减少风险，同时老人的子女可通过 APP 实时了解老人生活状态。

三、特别风险提示

1、目前国内养老产业的发展尚处于初期，养老产业政策有待完善，社会相关配套资源尚显缺乏，产业发展仍面临不确定性。未来产业政策的完善实施、行业内的竞争格局变化、相关配套资源的丰富如果不能满足产权持有者及管理层规划的经营战略的需要，将会对估值对象的商业计划按照预期实施造成不利影响，进而影响估值结果。

2、本次估值结论建立在估值对象未来的以色列当地的业务整合、中国市场开拓计划能够按照预计的方式和时间实施，覆盖的用户规模按照预期增加的基础上。

三胞国际为控股公司其主要经营资产和业务主体为间接全资持有的 Natali。Natali 是涵盖养老服务、远程医疗、紧急医疗救护服务等业

务的养老服务公司，在以色列全国养老服务市场居于领先地位。以色列的养老服务市场已趋成熟，Natali 作为以色列养老产业的龙头企业，拥有丰富的运营经验、成熟的商业模式、优秀的产品服务体系。2015 年，南京新百与 Natali 共同以现金方式出资设立 Natali(中国)公司，旨在抓住投资国内养老产业的有利时机，引进以色列先进养老服务模式进入中国市场，为国内社区医疗服务和养老服务带来世界一流的先进经验。基于对国内养老产业发展前景的良好预期，Natali(中国)未来的业绩将取得爆发式增长，并对于本次交易三胞国际的估值具有重要的支撑。未来 Natali(中国)业务的发展将以硬件产品、软件系统和呼叫中心作为基础，销售居家养老、团体健康、健康管理、远程医疗等服务。随着未来公司远程医疗、smart care 等以色列成熟的产品在中国商业模式的逐步推广和结合中国国情的调整，公司的业务将会实现快速增长，该等业务的增长主要来源于用户规模的扩张，但是由于中国传统养老理念的转变需要时间，养老产业政策有待完善，社会相关福利及配套资源尚显缺乏，我国的养老产业仍处于较为初级的阶段，产业发展仍面临不确定性。若未来因行业、竞争、管理等因素导致 Natali(中国)的业务发展不及预期，则对于三胞国际的估值形成较大不利影响。

本次估值结论建立在上述公司的业务转型、Natali(中国)的业务开拓能够按照预期进行并能持续的基础上，上述业务能否按照预期进行并能够持续存在巨大的不确定性，提请各方关注估值假设不能满足的风险。估值假设并不构成对项目的实际实施情况的保证。如果项目实际实施情况与计划发生偏差，将对估值结果产生影响。

3、三胞国际旗下的 **Natali** 作为以色列居于领导地位的养老服务机构，主要依托五大运营平台（医疗呼叫中心、紧急呼叫中心、专业医生团队、急救车团队、客户服务中心），为以色列家庭或机构提供远程医疗和远程照护、紧急按钮&家庭护理、社区健康服务及居家养老等四类医疗健康服务，未来也会结合中国国情、市场需求变化情况等因素将上述服务引入国内。三胞国际提供的上述各类养老服务均需要相关人员具备较高的健康医疗专业水平，且能够以热忱的服务及时响应老年人的服务请求，妥善处理客户可能出现的突发身体状况。随着估值对象未来业务规模的扩大，该等专业人员的质量和数量的需求也将会增长较多。若三胞国际未来不能招募或培训相应满足业务需要的服务人员，或相关服务人员的专业水平不足、服务意识弱，可能导致客户不满甚至贻误治疗时机、治疗不当等医疗过失风险，极端情况可能引发客户诉讼或索赔，从而对公司的声誉和持续运营开展造成不利影响。

(此页无正文)

中联资产评估集团有限公司



估值人员:

估值人员:

年 月 日